

インパクトコンソーシアム グローバルアドバイザリーパネル 議論の模様

【日時】令和 8 年6月9日(火)10:00～12:30

【場所】オンライン開催

【次第】

1. 開会
2. プレゼンテーション
 - Sanjeev Krishnan 様 (S2G Investments)
 - Astrid Scholz 様 (Zebras Unite)
 - 白石 智哉 様 (インパクトコンソーシアム市場調査・形成分科会 座長)
 - 平 喜之 様(八千代エンジニアリング株式会社)
3. パネルディスカッション
4. 閉会

1. 開会

(1)オープニング(藤井 昭剛 ヴィルヘルム グローバルアドバイザリーパネル企画座長)

- インパクトコンソーシアムは、国内外の関係者が知見を共有し、市場形成を進めるための官民連携プラットフォームとして 2023 年 11 月に設立されたものである。
- 本パネルは「システムチェンジ投資」をテーマとし、国際的な動向と日本の取組を共有するとともに、今後の方向性について議論を行う。

2. プレゼンテーション

(1)海外有識者からの知見共有

【海外の取組事例の紹介 ①:Sanjeev Krishnan 様(S2G Investments) 】

- 本日は、現在の市場トレンドおよび構造的変化を踏まえ、私が現在注力している「システム投資」及び「システム思考」について説明する。あらゆるビジネスはインパクトを生み出すものであるが、真に「システムを変革する」にはどうすればよいのか—それが今日の議論の核心となるテーマである。
- 当社は、食料、エネルギー、海洋の分野に特化したマルチステージの投資を行っている。これらの分野は相互に深く関連しており、当社はこうした関連分野に対してグロース・エクイティやストラクチャー・ファイナンスを提供するとともに、ベンチャー投資にも取り組んでいる。当社が目指すのは、コモディティ領域の案件発掘や引受、出口戦略の実行に長けた運用会社となることである。
- 我々の取組を紹介する前提として、なぜ「システム投資」が重要なのかについて整理する。過去に起きたあらゆる「体制の転換」は、単にイノベーションやビジネスモデルの革新、市民社会や政策の支持によって生じた訳ではなく、目的に適合した資本市場が存在していた。つまり、本質的にはシステムとしての解決策があり、それによって資本が形成され、市場全体の動き(ベータ)を変えつつ、投資家に超過収益(アルファ)をもたらすことができたのである。
- 過去 300 年の経済史を振り返ると、技術やビジネスモデルの革新から新たなベータが数多く生みだされた。そしてアルファは、資本をどのように形成し組織化するかを、システム全体の視点で捉えるこ

とから生まれてきた。そうした資本形成の仕組みこそが、重商主義の時代、鉄道建設や産業化、第二次世界大戦後の経済発展などにおいて高い成果をもたらしてきた。

- 株式会社の仕組みにより、多様な資本供給と流動性が実現し、産業の地域・広域展開を通じた収益性向上が支えられてきた。こうした産業金融の本質は、資金調達期間と資産の耐用期間を整合させることにある。例えば、鉄道会社による線路建設のように、初期負担の大きい産業基盤の構築と密接に結びついていた。また、1920年代には、コンシューマークレジットの発展により、リースや直接融資、シンジケートローン、信託といった仕組が可能となり、米国をはじめとする各市場で、システム・ソリューションが着実に発展した。
- 1970年代初頭は大きな転換期であった。米国の金本位制廃止により債務拡大と金融商品の発展が進み、ニクソン訪中および中国のWTO加盟は貿易拡大を促した。加えて、消費拡大を背景として多様な貯蓄・投資モデルが生まれ、産業法制的整備とコンピューティングの進展によりベンチャーキャピタルも成長した。これは資本の観点から見たシステム投資の変化であり、米国の市場価値に占める無形資産の割合は17%から92%へと劇的に上昇。経済全体がサービスや知的財産を含む無形固定資産経済へ変貌を遂げた。
- S2Gは、現在進行中の5つのトランジションに注目している。AIを支える計算基盤の変化、地政学的な世界の多極化、インフレや金利による資金環境の変化、深刻化する気候変動、高齢化を中心とした人口構造の変化である。これらは個別でも影響が大きい、複合的に重なることで市場への影響は一層拡大する。その結果、リスクとリターンの捉え方や投資先の組み合わせ方も大きく変化する局面に入っている。
- こうした大きな構造変化への対応には新たな経済的現実の理解が不可欠であり、そのためには個別分野だけを見るのではなく、システム全体を俯瞰する視点が重要となる。新たな潮流は、複雑で規模も小さく見過ごされがちだが、その変化に応じた資本形成の仕組を設計できれば、本当の意味でのアルファを生み出し、キャピタルギャップを埋めることができるうえ、信頼性を高め、規模を拡大することも可能となるのである。
- システム投資は一見抽象的に見えるが、実際には物事の相互関連性、つまり循環性、創発的特性、統合や相乗効果等を理解し、そのうえでバリューチェーンを一次、二次、三次の波及効果まで含めて分析し、目的に応じたポートフォリオを設計する実務的な考え方である。単にシステム上の摩擦や課題、それに対する解決策だけを個別に検討するのではなく、政策、地域住民、産業界から知見を取り入れ、資本市場、ポートフォリオ、投資家などとの連携も活用する。資金源はファミリーオフィス、政府系ファンド(ソブリン・ウェルス・ファンド)、保険会社、年金基金、企業、大学基金などである。
- また、S2Gでは「セオリー・オブ・チェンジ」の構築に多くの時間を費やしている。市場の失敗や構造的摩擦を把握し、それらをアルファ創出の機会として捉える。適切なビジネスモデルを見極め、初期段階で理論的裏付けを固めたうえで、拡大・実装につなげていくことを目指す。
- 具体例として、第一に米国の有機農業が挙げられる。消費者需要は高い一方、既存の金融システムは短期融資を前提としており、有機農業への転換に必要な3年程度の中長期的な期間を十分に支えられていない。この課題に対応するため「クリア・フロンティア」というファンドを立ち上げたが、従来の1年単位ではなく、7~10年の時間軸で農地取得や収益設計を行い、供給網整備と投資リターンの両立を目指している。第二に海洋分野では、洋上風力、オフショアインフラ、海底パイプライン、ケーブ

ルなどに必要な海洋データの不足に着目し、恒久的で一貫性があり、コストの低いデータ提供の仕組みを構築した。いずれの事例も、個別課題ではなく、システム全体を見渡し、将来の波及効果まで踏まえて解決策を設計するアプローチである。

- ベンチャーキャピタルに関しては、当社のアプローチは従来型とは異なる。一般的なベンチャー投資の多くが類似した手法を採用する中、システム投資のアプローチでは、評価段階から効果、フィードバックループ、クラスタリングなどの要素を横断的に捉えている。ポートフォリオ形成においても、クラスタリングによって相乗効果が生まれるかを見極め、システムの観点からどのようなポートフォリオを構築できるかを重視している。
- 当社は通常の投資の観点に加え、システムの観点から、ユニークなビジネスモデル、人材、アイデアをいかに組み合わせ、事業を構築し、高いパフォーマンスとシステム・ソリューションを生み出すかを重視している。

【海外の取組事例の紹介 ②:Astrid Scholz 様(Zebras Unite) 】

- Zebras Unite では、投資の在り方を 1 次元から 3 次元へと移行することを目的としている。したがって、一次元の一般的な投資手法、すなわち財務リターンのみを重視し、とにかく成長を追い求める投資手法については、ここでは説明を割愛する。シリコンバレーに見られるような、誰もが投資したいと考える企業は、その象徴ともいえる。
- 2次元投資は、一般にインパクト投資と呼ばれている。財務リターンに加え、ポジティブなインパクトの創出も重視する投資手法である。従来の手法に比べれば優れているものの、特定のアセットクラスや個別の解決策に焦点を当てがちであり、ポートフォリオ構築の手法自体は標準的なものにとどまる傾向がある。そのため、文脈が欠落していたり、特定の「場所」との結びつきがなかったりするという点で、依然として問題がある。また、市場並みのリターンを求める点も混乱を生じさせる。
- そこで登場するのが、3 次元の投資、すなわちシステム投資である。これは生態系、つまり場所に根差した投資手法であり、我々が活動する環境の複雑さや文脈を認識したうえで、フィランソロピー（慈善活動）を含めた様々な資産クラスを横断し、統合的な形で行われる。そして、個別の解決策ではなく、システム変革を可能にする条件に重点を置き、全体的な成果を追求する。
- Sanjeev 氏の説明をあえて大胆に解釈するなら、「2.5 次元」の領域にいるとも言えるかもしれない。そしてもちろん、私が今定義した 3 次元投資の象徴となる動物は、「ゼブラ」である。
- 私は、生態系・経済・エクイティの結び付けに取り組むエコトラストでの経験を通じて、金融ビークルや金融システムを活用し、バイオリージョンにおけるインパクトを最大化する実践に携わってきた。
- 代表例として産業型森林を買収し、再生型の森林モデルへ転換する目的でブレンデッドキャピタルを用いて設立した「エコトラスト・フォレスト・ファンド」がある。リターンは単なる IRR(内部収益率)だけでなく、炭素吸収量、生物多様性、水資源、そして地域社会の生計といった指標で測定する。つまり、経済成長には限界があることを理解し、林業への再生型アプローチが単なる金銭的リターンを超えた価値を生み出すと認識した上で、「アルファ」を追求する新たな手法である。
- さらに、米国初のバイオリージョナル開発銀行である「ショアバンク・パシフィック」では、地域社会や沿岸部に根差した融資を通じて、コミュニティや漁業関連エコシステムの再生を支えた。つまり Sanjeev 氏が説明したシステムへの介入を、より小規模かつ地域的なスケールで行っていた。しか

し、この銀行が後に大手銀行に買収された事実は、その継続の難しさも示している。

- 一連の経験を通じ、資本は単に金融市場を右から左へと流れる抽象的なものではなく、特定の場所に結び付き、地域に具体的な影響を与えるものであると理解している。これは、現在でいうシステム投資の考え方に通じるものである。
- 一方で、この考え方を企業レベルに展開しようとする、ユニコーン企業への投資と高い収益性を重視するベンチャーキャピタルとの間に乖離が見えてくる。社会的インパクトを生み出そうとする企業（製品やサービスをより慎重に構築し、地域に根ざした、統合的かつ全体的な文脈を意識している企業）にとって、ベンチャーキャピタルは必ずしも適切な資金の出し手ではなく、米国においても85%以上もの多くの起業家が銀行融資とベンチャーキャピタルの間の資金調達ギャップに直面している。特に、女性や有色人種の起業家である場合、資金調達格差がより顕著であると認識している。
- そこで、我々は数年前に「ゼブラ」という概念を提唱した。ユニコーン企業のような神話的ともいえる巨額の企業価値評価を追い求めるのではなく、現実世界における大きな目標や志の実現を目指す企業を指し、その原動力は「利益」と「目的・使命」の両方である。また、成長目標を達成するためのアプローチも、勝者総取りや、どんな犠牲を払ってでも勝つという戦略ではなく、より協力的で共創的なものである。さらに、企業のビジネスモデルそのものが、世界において実現したい理想や使命の一部となっている。現在、こうした考え方への関心が非常に高まっていると感じており、協同組合や永続的パーパス・トラスト、あるいはその他のスチュワード・オーナーシップといった仕組みを通じて、企業が自らの事業対象である地域社会や、自らが拠点を置く土地とのつながりを表現しようとするところこそが、我々が「ゼブラ(Zebra)」と呼ぶものの意味するところである。
- 世界的なインパクト投資の最新動向については、資金提供の手段が大きく多様化しており、助成金、ローン、エクイティ、債務保証などが活用され、成果連動型の金融手法も増えている。企業が投資家とどのように交渉し、目的を守りながら事業を発展させてきたかを示す実践的な事例については、オーニー・パットマン・パワー氏の『ファイナンスをめぐる冒険』が参考になる。ベンチャーキャピタルよりも長期的な視点を持ち、リターンへの期待値も低い所謂「ペイシエント・キャピタル」が増えつつあるのも事実だが、それだけでは十分ではない。多くのインパクト投資家は場所やコミュニティとのつながりを欠いた考えに陥りがちで、投資は指標中心に偏りやすい。その結果、支援対象となる場所やコミュニティの実情ではなく、指標によって資本の配分が決まってしまう事態が生じやすい。何を「セオリー・オブ・チェンジ」とし、何をインパクトとみなすかについて、地域とともに考える必要があるものの、現時点では、変化やインパクトに関する定義はなお分散した状態にある。
- だからこそ私は、「システム投資」の定義をより明確にしたいと考えており、それは「場所」、「統合」、「創発」という3つの次元に根ざしたものである。我々は第一に「場所」を重視しており、資本を調整して実際にインパクトを生み出すためには、具体的な地域やコミュニティに根差すことが不可欠である。第二に「統合」である。インパクト創出は一者のみで完結するものではなく、投資家、自然保護団体、商業銀行など多様な主体が現場で協調し、調整される必要がある。統合的な連携があることで、各マネージャーは相乗効果を踏まえたポートフォリオを組成することが可能となる。内部的な分散投資とは異なる発想である。第三に「創発」であり、場所との統合の結果として、より包括的かつ総合的で、ときに予想を超える成果が生まれる可能性がある。成功は単一の尺度で測るべきものではなく、すべてのステークホルダーによって定義されるべきであり、さらに生態系や文化的価値も含め

て捉える必要がある点に、システム投資の核心がある。

- 我々は、インパクト投資を飛び越えてシステム投資へ進むことも十分に可能であると考えている。なぜなら、日本には既にゼブラ企業が存在している。複数世代にわたり発展してきた親族経営の伝統的な企業は、忍耐強く、明確な目的意識を持ち、地域社会に根ざしていることから、ゼブラ企業の原型と捉えることができる。
- ロンドンやチューリッヒ、ニューヨークで行われているようなインパクト投資は、既存のベンチャーキャピタルモデルに後付けで「目的」を組み込もうとするものだが、日本においては伝統を基盤にできるので、そのような後付けは不要である。つまり、既存の伝統的な形態を適応させられる分野や領域を見極め、そこに生態学的な統合の要素を加え、金融機関を進化させて新しい世代の同族企業に即応した資本を提供し、グローバルな資本を地域の経済圏と結びつけるのである。投資のあり方という点において、日本は遅れているのではなく、むしろ先を行っているのだとお伝えしたい。

(2)日本の取組の海外への発信

【日本の取組事例の紹介 ①：白石 智哉 様（インパクトコンソーシアム市場調査・形成分科会 座長）】

- 私はプライベートエクイティとインパクト投資を専門とし、約40年にわたり社会的価値と経済的価値の両立を支援してきた。現在は、日本のインパクトコンソーシアム市場調査・形成分科会座長として、IMM やステークホルダーバリュー、コミュニケーション、そしてシステムチェンジの関係性に焦点を当てて議論を行ってきた。本日は完成形の「日本型モデル」ではなく、この1年間に投資家、企業、金融機関、インパクトエコシステム構築の担い手等と重ねた議論から得た論点を共有する。
- 私たちの議論の出発点は、今日直面している社会・環境課題の多くが、システム的な性質を有しているという認識であった。気候変動、人口動態の変化、サプライチェーンの再構築などは、個別の企業だけで対応できるものではない。従来、インパクト投資は個別の投資案件や企業レベルのKPI、特定の評価指標に焦点を当てることが一般的であったが、近年は、市場、インセンティブ、制度、そしてシステムそのものにも目を向ける必要があるとの認識が高まっている。こうした経緯から、私たちは「システムチェンジ」という視点を持つに至った。
- 議論の中で重要視された概念に「ユニバーサル・オーナー」という視点があるが、これは長期的なポートフォリオ・リターンは、最終的に経済社会全体の健全性に依存するという考え方である。すなわち、システム全体に関わるリスクは、単なる分散投資だけでは回避できない。
- 「システムチェンジ投資」とは、個別の解決策から構造変化へと軸足を移すことである。つまり、個々の企業の最適化にとどまらず、市場構造や制度的なインセンティブ、エコシステム、主体間の関係性やステークホルダーの行動に影響を与えることを意味する。レバレッジポイントは、エンゲージメント、市場ルールの形成、資本配分、政策対話、そしてエコシステム内での連携などであり、システムチェンジとは単に個別の解決策を拡大させることなく、むしろ市場や組織が機能する前提となる関係性やルールそのものを変える必要がある場合が多いとの認識に至った。この結論は多くの参加者にとって、概念を大きく転換させるものであった。
- このような議論を通じて、重要な問いが明確になった。システムチェンジは本当に投資家主導で行えるものなのか、「システム・リスクの低減」と捉えるべきか「成長機会の創出」と捉えるべきか、システムレベルでの効果をどう測定するのか、長期間にわたり複合的な要因で成果が生まれる場合のア

トリビューションをどう考えるべきか、そして長期的な構造的課題と向き合う中で受託者責任はどう進化すべきか。

- また、多くの参加者がシステムチェンジの非線形性を強調した。構造変革には時間を要し、転換点に達するまでは効果が目に見えにくく、従来の財務評価との摩擦も多い。そのため、企業エンゲージメント、アセットマネージャーの行動変容、投資フレームワークの再設計など、海外の先行事例も参照した結果、実現方法は一つではなく、日本では多様な主体が対話を重ねながら意味を共有し、関係性を育み、変化を積み重ねていくプロセスが重要であるとの認識に至った。
- 株式会社かんぽ生命保険は、アセットオーナーを「媒介者」として捉えている。同社のフレームワークにおいて、アセットオーナーは単に資本収益を追求する存在ではなく、多様な主体をつなぐ媒介者である。実際の取組では、アセットオーナー、アセットマネージャー、企業、学校、NPO、政府、政策立案者を接続している。加えて、長期的な触媒としての役割を重視しており、構造的な問題を解決するためには、長期的な協力、かつエコシステムレベルでの協力が必要であると考えている。製品やサービスのレベルではなく、バリューチェーンのレベル、マーケットストラクチャーのレベル、さらには産業レベルで考えることが重要であり、投資に関する典型的かつ伝統的な考え方からの変化である。
- 次に、三菱 UFJ 信託銀行株式会社からも重要な視点が示された。それは、企業分析からシステム分析へ移行する点である。具体的には、システムマッピング、根本原因の分析、レバレッジポイントの特定、そしてステークホルダー間の相互関係の把握である。例えば、女性活躍の推進というテーマでは、個別課題を取り上げるだけでなく、労働システム、教育、企業文化、さらには家族構造までを相互に関連する要素として特定していた。これは、伝統的な企業分析では見落とされがちな視点である可能性がある。また、重要なコンセプトとして、協働的であり、複数のステークホルダーが相互にエンゲージするという考え方を取り入れている。これは、1 対 1 のエンゲージメントから、エコシステム全体へのエンゲージメントへの変化である。
- 市場調査・形成分科会での議論を通じて、三つの視点と四つの論点が整理された。三つの視点は、第一に、インパクトと IMM を多様な主体の間でどう解釈し、対話を通じて意味を共有しながら共通言語と相互理解を形成するかという点である。第二に、システム思考の導入が、エンゲージメントの質、投資判断、長期的なリターン機会の捉え方を変える点である。第三に、構造的変革には、対話、信頼、調整、協働、集合的な学びを支えるエコシステムが不可欠であるという点である。日本における議論では、システムチェンジには多様なステークホルダーの協力が必要であり、長期的な機関投資家は触媒的役割を果たし得ること、また、システムチェンジはシステムの置き換えではなく、関係性、インセンティブ、期待、プロセスを段階的に変えていく営みであることが重要な論点として示された。
- 結論として、私たちの議論において最終的なモデルが提示されたわけではない。一方で、実務的な実験が必要であること、協働しながら集合的に学ぶこと、引き続き模索を続けていくことの重要性が確認された。設計図を前提とするのではなく、対話を通じて意味を共有しながら、実践と学びを往還させていくアプローチそのものが、日本的なシステムチェンジ投資の考え方の一つとして捉えられた。

【日本の取組事例の紹介 ②：平 喜之 様(八千代エンジニアリング株式会社)】

- 日本の地域におけるシステムチェンジ投資の可能性について、東近江・愛知川流域での実践を交えながらご紹介する。当社は、建設コンサルタント、あるいは開発コンサルタントと呼ばれるが、人々の安

全と産業の成長に不可欠な社会インフラを構築することをミッションとしている。それぞれの専門分野の技術者が現場に入り、現地の暮らしや自然、文化を含めて、そこにある課題や本質的なニーズを理解した上で、地球規模の課題や地域社会の持続可能性に関わる解決策を生み出してきた。

- 当社のオープンイノベーション推進とインパクト VC 事業を担う戦略子会社として、昨年、株式会社 SISI イノベーションズを設立した。本業の中で培った、現場に根差した課題把握力や、課題解決策を国境や分野を超えてつなぎ、統合し、実装していく力を生かし、本質的な課題解決に向けた投資育成事業を行っている企業である。
- 当社の投資アプローチについて紹介すると、一般的な投資で見られるような市場トレンドや技術領域をベースに投資テーマを定めることはしていない。また、財務リターンの最大化のみを主目的としているわけでもない。私たちが重視しているのは、現場に根差した社会課題を起点として、ファンドレベルでセオリー・オブ・チェンジを設計し、その実現に資する投資を行う点である。早期のエグジットを目指すのではなく、社会実装に至るまで伴走することを前提としている。
- セオリー・オブ・チェンジの設計にあたり、当社は単一の社会課題だけを起点にするのではなく、社会構造そのものを統合的に変革していく必要があると考えている。社会構造を変えるとは、システムを構造的に捉えた上で介入していくことが必然的に求められるということである。そのため、特定の事業による変革だけでなく、それを取り巻く技術や政策、制度も含めてセオリー・オブ・チェンジを描いている点が特徴である。
- 具体的なセオリー・オブ・チェンジは、現在三つ。第一に、自然資本を経済的エコシステムに組み込んでいく「Nature-based Economy」。第二に、インフラが長期的に機能し続けるための統合的基盤を形成する「Infrastructure Governance OS」。第三に、既存の市場構造が生み出してきた構造的な貧困や格差の是正を目指す「Anti-Exclusion Development」。当社は、前述の三つを軸として設計し、投資を進めている。
- 先ほどのセオリー・オブ・チェンジを設計し、運用していく上では、システムの深層にいかに関与するかが重要である。表面に現れる事象や、統計データ、レポートに示される内容だけではなく、現場のリアリティを重視し、住民、行政、事業者との対話を通じて仮説を構築していく。その過程で、システムの構造や現場の実感、さらには現場の方々が持つ思想や価値観を理解した上で、システムチェンジを描くことが極めて重要であると考えている。また、システムチェンジを社会変革へとつなげていくにあたり、当社は独自のリーディネスレベルを測定することで、変革の実装状況を可視化しようと試みている。
- 第一に TRL (Technology Readiness Level) では、テクノロジー、すなわち技術が確実に機能するかを測定する。第二に ARL (Adoption Readiness Level) では、アダプションの観点から、その技術や事業が継続的に活用されるための環境が、政策面も含めて整っているかを測定する。第三に SRL (Societal Readiness Level) では、その変化が社会に受け入れられる状態にあるかを測定する。当社はこの三つのリーディネスレベルを用い、技術、市場、社会の各軸が実装に向けてどの段階まで進んでいるかを統合的に可視化し、評価している。
- 続いて、当社の地域のシステムチェンジ投資に関する取組として、滋賀県東近江市での取組を紹介する。当社は、自然と地域の活動を一体で捉えるインパクトファンドを構想している。地域課題に対するインパクトを生み出すに当たり、流域に根差した地域のシステムを全体として把握することを重視し

ている。地域をシステムとして捉える必要がある理由として三点を挙げる。第一に、個別対応の限界である。地域では従来から多様な課題への対応が行われてきたが、人口減少が進む中、あらゆる課題に対応するためのリソースが十分でない可能性がある。加えて、個別課題の専門化により、各種サービスから漏れ落ちる存在が地域内に生じている。第二に、自然と人との関係性である。人の暮らしや経済活動は自然に大きく依存している一方、日本の里山文化に見られるとおり、自然もまた人の営みによって維持される側面を持つ。自然と人を切り離さず、流域という自然循環の単位で両者の関係性を捉えることが地域にとって必要である。第三は、つながりの断絶である。自然と人との関係性に限らず、地域課題の背景には、産業間やセクター間のつながり、あるいは循環の弱まりによって断絶が生じている場合があり、断絶が地域課題を引き起こす要因になっている。

- 東近江には、地域変化を生み出す土壌として東近江三方よし基金が存在する。同基金はソーシャル・インパクト・ボンドの活用も含め、地域資源の活用や魅力発信を後押ししてきた。支援先には、自然資本の体験を提供する NPO、固有種を守る漁業者、福祉と仕事のつながりを再構築する団体、地域の食文化を体験として届ける事業者などが含まれ、多様な変化の芽が育っている。他方、従来の支援は短期的なプロジェクト単位にとどまりやすく、各活動が地域や流域全体の中で生み出す価値や相乗効果を十分に可視化できていなかったため、長期的な投資には踏み込めてこなかった。流域全体を把握し、流域全体の中から介入点を見いだすことができるのではないかと仮説の下、ファンドを構想してきた。
- 具体的な取組として、当社は、直ちにファンド組成や投資先選定に着手するのではなく、まず地域の事業者や団体が直面する課題と、活動を通じて生み出そうとするインパクトを丁寧に整理している。そのうえで、上流から琵琶湖につながる流域全体を一つのシステムとして捉え、自然、社会、文化、経済の各層にある構造的課題を、事業者、行政、研究者との対話やワークショップを通じて深掘りし、支援をインパクトファンドへ発展させようとしている。
- ワークショップでは、各エリアの課題を構造化したマップも作成している。当社は、地域課題をロジックモデルや KPI に単純に落とし込むのではなく、地域の方々との対話を通じて、現場で実際に起きていることを丁寧に抽出するプロセスを重視してきた。対話を重ねる中で、自然環境、農業、福祉、観光といった異なる立場から見える課題の背後に、共通する詰まりが存在する可能性や、根底にある物の見方や価値観がボトルネックになっている可能性を見いだしている。現場からでなければ見えないものを理解するため、ワークショップという形で対話の機会を設けてきた。
- 現在、当社が構想しているファンドが生み出す価値は三つのレイヤーで捉えている。レイヤーA は、暮らしや産業の前提となる自然資本の価値である。レイヤーB は、地域の営みが自然、福祉、文化、教育に生み出すポジティブなインパクトである。レイヤーC は、三方よしや相互扶助、信用を基盤とする価値観や思想であり、測定は難しいものの、地域の営みを根底で支える極めて重要な基盤として評価しようとしている。
- 最後に、取組を通じて見えてきたポイントを五点挙げる。
 - 第一に、地域にはすでに変化の兆しとなる多様な活動が存在しており、活動群を束ねる機能が重要である。ファンドは、当該機能を担いうる存在である。
 - 第二に、地域のシステムチェンジには、現場の質感を重視し、地域の人々と同じ目線で考える姿勢が欠かせない。

- 第三に、投資対象は個別企業ではなく、複数の事業や活動がつながるポートフォリオ、すなわちクラスターとして捉える必要がある。
- 第四に、評価においては国際基準を踏まえつつ、地域固有の価値や日本独自の自然観をどのように反映するかが課題である。
- 第五に、地域で事業を育て、定着させるには、エクイティ投資だけでなく、多様な資金手段や資金提供者との組合せが必要であり、多様な組合せが地域発のシステムチェンジ投資の可能性につながる。

3. パネルディスカッション

モデレーター: 中村 将人 グローバルアドバイザー パネル企画座長

パネリスト:

Sanjeev Krishnan 様 (S2G Investments)

Astrid Scholz 様 (Zebras Unite)

白石 智哉 様 (インパクトコンソーシアム市場調査・形成分科会 座長)

平 喜之 様 (八千代エンジニアリング株式会社)

- 中村 将人 グローバルアドバイザー パネル企画座長
- パネルディスカッションを開始するにあたり、まず三つの共通課題を共有する。三つの共通課題を中心に、パネルディスカッションを行う。
 - 第一に、システムチェンジ投資の設計、測定、戦略策定をどう進めるか
 - 第二に、システムチェンジ投資の戦略を投資先のデューデリジェンスと実務にどう反映し、付加価値創出につなげるか
 - 第三に、システムチェンジの視点から投資先企業をどのように測定・モニタリングするか

(1) システムチェンジ投資の設計、測定、戦略策定をどう進めるか

- Sanjeev Krishnan 様 (S2G Investments)

重要なのは、政策、資本、市場、市民社会、産業等が相互に絡み合うシステム全体を把握し、まず変化を阻害している「システム上の摩擦」を特定することである。投資は、その摩擦を解消する一次的な手段のみにとどまらず、二次的・三次的な解決策まで視野に入れて設計すべきである。

具体例として、北米のモビリティ分野を挙げる。過去 2 年間に於いて EV 移行が期待どおりに進まなかった背景には、EV の運用実績が十分に蓄積されていなかったことに加え、電動化およびサービス最適化が不十分であったことが挙げられる。この課題に対しては、フリート・アズ・ア・サービスの導入により、残存価値を示すことに注力している。原油価格が一定水準にある場合でも、EV の方が高いパフォーマンスを発揮し得るという見方である。

さらに、この取組を進めるに当たっては、再保険市場等も視野に入れる必要があるため、テレマティクス企業への投資も必要である。複数の投資を組み合わせることにより、中小企業による EV 移行を支える投資プラットフォームを形成することが可能である。

加えて、業界ごとのサイロを越え、保険会社や小規模フリート事業者等、複数のステークホルダーを接続することが不可欠である。システム思考の観点からは、物流のように従来は否定的に見られてきた領域であっても、自動化や走行条件次第では EV が優位となる可能性を柔軟に捉える必要がある。

要するに、摩擦は失敗ではなく解決すべき課題である。投資家や市場のみで全ての課題を解決できるわけではなく、領域によっては政策立案者や社会の関与も不可欠である。
- Astrid Scholz 氏 (Zebras Unite)

システム投資をどのように実践するかは、投資主体の立場によって異なる。個人であるか、コミュニティ財団であるか、あるいは年金基金であるかによって、取り得る方法は変わる。ただし、立場の違いがあるとしても、すべての投資主体は、セクターごとの縦割りの発想や、アセットクラスによる単純な

区分を乗り越えることができると考える。

そのうえで、今後は投資家としてのペルソナも丁寧に見ていく必要がある。全体を通じて一貫しているのは、現在の立場から始めるという点である。自らが暮らす地域について、何に関心を持ち、何を重要と考えるのかを見極める必要がある。

例えば、米国では年金基金が多くの産業に投資している。しかし、結果として年金を受け取る人々に害を及ぼしている投資も存在する。その点が問題であり、潜在的な役割を考えるうえでも重要な検討事項である。

まず、自らが住む地域を見ることが必要である。あわせて、自らがどのような投資家であるのかを考える必要がある。さらに、自らがどのようなレバーを活用できるのかを考える必要がある。年金基金であれば、コミュニティ財団とは異なる投資アプローチを持つはずである。

また、米国のコミュニティ財団には多様な投資家が関与しており、資本の調整やステークホルダー間のコーディネーションといった役割を担うことが可能である。

- 平 喜之 様(八千代エンジニアリング株式会社)

当社は、特定の地域における課題をどのように解決していくかを重視している。地域で取り組む以上、一つの産業や一つのセクターのみに着目するのではなく、多様な実践者をつないでいくことが重要であると考えている。

ソーシングの観点では、これまでも小さな取組を積み重ねてきた人々や、地域に対して前向きな活動を継続してきた人々が、より大きな成果を発揮するために、いかなる投資が可能であるかを見極めつつ、投資対象を定めている。また、一つの活動が別の活動の価値を生み出す関係性を重視し、そのような連関を踏まえて投資ポートフォリオを構築している。

例えば、東近江地域には琵琶湖があり、固有種であるビワマスの産卵に必要な魚道づくりを行っている漁業協同組合がある。漁業協同組合による活動を通じて自然環境が守られることにより、結果として、ビワマスを活用するレストランや飲食店の付加価値も高まっていく。また、地域活動を支えるうえでは、福祉の担い手が存在するからこそ地域の取組を維持できるという側面もある。それぞれの活動がつながり合いながら価値を生み出すパッケージを、どのように構築していくかが重要である。

もともと東近江地域には、三方よし基金というコミュニティ財団が存在し、助成活動を行っている。事業間のつながりを踏まえると、必要な資金をすべてファンドによる投資で賄う必要はない。助成支援とファンドによるエクイティ投資については、基金とファンドが役割分担しながら進めていくことができる。さらに、地域の金融機関や信用金庫と連携し、今後どのように地域のなかで持続的に活動していくかを検討することも重要であると考えており、現在取組を進めている。

- 白石 智哉 様(インパクトコンソーシアム市場調査・形成分科会 座長)

システムチェンジには数十年を要し、その過程ではさまざまな摩擦が生じる。そのため、短期的な説明責任と長期的なトランスフォーメーションとの間にあるギャップをどのように埋めていくかが大きな課題である。地域に根ざした投資は、そのための一つの有効なアプローチであると考えている。

まず必要となるのは、投資に関するケイパビリティである。アセットマネジメント、ベンチャーキャピタル、インパクト投資などの専門性に加え、システムそのものを理解する力も求められる。

従来、投資家は資本を供給する主体として捉えられることが多かった。しかし、システムチェンジ投資においては、多様な主体や価値観、時間軸をつなぐ「翻訳者」であり、協働の基盤を築く「システムビルダー」としての役割が期待される。そのため、システム思考、ステークホルダー・エンゲージメント、エコシステムの構築、さらにはグローバルな実践から学び続ける姿勢など、多様なケイパビリティが必要となる。したがって、システム上の摩擦に向き合うことは極めて重要である。摩擦がどこで生じているのかを把握し、それを乗り越えるために何が必要かを見極めていく必要がある。ただし、システム上の摩擦は、技術的・金融的な摩擦だけではない。分断された関係性、インセンティブの不整合、時間軸の違い、価値観や立場の違いによって生じる摩擦も含まれる。

以上の点から、関係性を築くこと自体がシステムチェンジの重要な要素である。インパクトコンソーシアム市場調査・形成分科会においても、システムそのものを変えるだけでなく、対話を通じて人と人との関係性を育み、変えていくことも重要な論点であると考えている。

(2) システムチェンジ投資の戦略を投資先のデューデリジェンスと実務にどう反映し、付加価値創出につなげるか

● Astrid Scholz 様 (Zebras Unite)

多くの利害関係者の貢献なくして、システムを変えることはできない。ただし、複数の目的が存在する場合であっても、必ずしもコンセンサスベース(関係者全員の完全合意)で進める必要はないと考える。多様な意見を有するステークホルダー全員に対して完全合意を求めると、どうしても「最小公約数」的な結論に落ち着いてしまい、前進が難しくなるためである。

システム投資においては、それぞれの考え方を少しずつ取り入れながら、各ステークホルダーのニーズや重要要件を理解し、段階的に進めていく「擦り合わせ」が重要である。つまり「コンセンサス(完全合意)」を得ようとするのではなく、対話を重ねて「コンセント(反対の無い状態、納得・同意)」を得ることによって前進していくことが重要なのである。

そして、まずは信頼関係が構築されている地域や主体に率先して取り組んでもらう必要がある。システム投資家が特定の地域に関心を持っていたとしても、当該地域に関する情報を十分に有していない場合には、まず地域内で活動している団体を見つける必要がある。さらに、地域の政治家や、多様なコミュニティをつないでいる組織を見つける必要があると考える。

● Sanjeev Krishnan 様 (S2G Investments)

投資家の立場から特に興味深いのは、複数のステークホルダーをつなぐ役割を担うことができる点である。地域と直接の接点を持たない人々を含めたステークホルダーマネジメントは難易度が高いが、その難しさ自体に魅力がある。

すでに Apple のエコシステムのように、共通理解、コンセンサス、同一の変化の理論が存在する場合には、物事を進めやすい。一方で、現実には、実態が十分に見えておらず、関係性や論理構造が整理されていない状況も多い。そのような状況であっても、共通のインセンティブを見いだすことができれば、協働は可能である。

例えば米国では、トランプ政権下において、同政権を支持した農業関係者のなかにも、農業を継続するためにソーラーリースを必要とする人々が多く存在し、コミュニティソーラーの取組において支援者と

なった。農業関係者は、事業を維持し、プラットフォームを成長させたいという共通の動機を有していた。

さらに米国では、バッテリーやソーラーの普及が進み、支持も広がっており、コモディティ価格の面でも収益源となっている。このような事例は、マルチステークホルダー分析とその実践が、投資家にとって新たな可能性を有することを示している。

従来のプライベートエクイティやベンチャーキャピタルは、この種の関係構築を十分には担ってこなかった。しかし、このアプローチによって、コミュニティと投資家の双方に成果をもたらす有意義な機会が生まれる。

- 平 喜之 様(八千代エンジニアリング株式会社)

システムチェンジは、外部から一方的に生じさせることができるものではなく、地域内で築かれてきた信頼関係を前提とする。当社は三方よし基金とともに、約10年にわたり地域でステークホルダーをつなぐ活動を継続してきており、その蓄積が取組を進めやすくしている。

目的の合意形成に向けては、ワークショップを開催し、事業者、研究者、行政等、多様な立場の人々が交わる機会を設けることが重要である。そのような場を通じて、事業者自身も、自らの事業が自然環境や地域のつながりによって支えられていることを認識することができる。

また、ゴール設定に当たっては、将来の大きな方向性を描きつつも、当初からすべてを細部まで設計しすぎない姿勢を重視している。介入の在り方についても、小さく着手し、徐々にインパクトを広げていく考え方を採用している。

仮に当初から明確な合意と設計が可能であれば、行政施策として進めることができるはずである。他方で、明確な合意や設計が難しい複雑かつ曖昧な領域を拾い上げるためには、過度に硬直化しない柔軟な進め方が必要であると考えている。

(3) システムチェンジの視点から投資先企業をどのように測定・モニタリングするか

- Sanjeev Krishnan 様 (S2G Investments)

システムストラテジーを定義し、既存のアセットクラスを上回る可能性を示すためには、年金基金、ソーシャルキャピタル等、多様な資金提供者を巻き込む必要がある。重要なのは、サイロ型アプローチとシステムアプローチを比較し、市場リターンとの関係を明確に説明することである。

案件によっては長期的な視点が不可欠であるが、すべての投資家が長期志向であるとは限らない。そのため、長期資本を呼び込みつつ、規模拡大を可能にする投資ビークルの設計が課題となる。

また、資本市場は、一部の地域や銘柄への集中によって脆弱性を高めている。加えて、金、銀、暗号資産への分散が進んでいる現状を踏まえると、システム投資についても分散先の一つとして位置づけるべきであると考ええる。

パンデミック、紛争、気候変動が続く時代においては、システム投資がなぜ脆弱ではないのかを示し、資産配分の枠組みに組み込むことが重要である。システム投資は、場合によってはアウトパフォームを狙う戦略となり、場合によっては分散投資として機能する。

したがって、一定の公益性を重視する代わりに、経済的リターンを一部譲歩する投資として捉えるだけでなく、ポートフォリオ構築の在り方をより深く検討する必要がある。利回りと分散の両面を示すこと

が、継続的な資金調達の鍵となる。

- Astrid Scholz 様 (Zebras Unite)

環境変化の中で持続可能な開発目標を達成し、構造的な問題を解決するためには、投資家教育にとどまらず、多様な取組が必要であると考えます。

そのうえで、今後の活動を主導していく存在として、事業や資産の継承者が重要である。継承者が従来の考え方から解放されれば、極めて大きな可能性を発揮し得る。保有する富を、より有効に活用することが可能になると考える。

また、富の管理に関しては、より新しい在り方を構築しようと試みている。次世代の継承者のなかには、インパクト投資を経由しつつ、直接、システミック投資やフィールドレベル投資に取り組んでいる者も多い。

さらに、プライベートエクイティをより有効に活用できるよう、投資手段の選択肢を拡充していく必要があると考えます。

- 白石 智哉 様 (インパクトコンソーシアム市場調査・形成分科会 座長)

市場調査・形成分科会では、アセットオーナーやアセットマネージャーに加え、プライベートエクイティや地域金融機関など、多様な市場参加者と議論を重ねている。そうした議論を通じて、システムチェンジは一人の投資家が単独で主導できるものではなく、本質的にはガバナンスと協働の課題であるとの認識を深めてきた。

社会やシステムの変化は、投資家を中心に設計されるものではない。むしろ、多様なステークホルダーの関係性や相互作用の中から生まれるものである。また、地域企業や日本の大企業も、必ずしもシステムを変えることを目的として行動しているわけではない。例えば、サプライチェーンにおける課題や変化への対応が契機となり、結果としてシステムの変化につながることもある。

そのため、異なる資本主体や金融機関が、それぞれの立場から健全で包摂的な金融システムにどのように貢献できるかを考え、その視点を全体の枠組みに組み込んでいく必要がある。取組は投資家だけが担うものではなく、多様なステークホルダーがそれぞれの役割を果たしながら協調していくことが重要である。重要なのは、全員が同じ役割を担うことではなく、それぞれの役割を尊重しながら連携していくことである。

また、「コンセンサス」という言葉の用い方には注意が必要であり、本質的な課題はガバナンスにあると考える。システムの変化に伴って新たなフレームワークや手続が生まれることはあるが、新しい言葉や定義を設けること自体が目的ではない。重要なのは、複雑な課題に対して、多様な主体がより円滑に対話し、協調し、行動できる仕組みを整えることである。

協働が定着し、それぞれのステークホルダーが互いの役割を補完し合いながら実質的なインパクトを創出できるようになれば、真に意味のあるインパクトの実現につながると考える。

- 平 喜之 様 (八千代エンジニアリング株式会社)

資金の供給主体という観点では、先に挙げられたような主体が存在すると考えている。ただし、地域に限定して考えた場合に特徴的であるのは、三方よし基金が既に取り組んでいるように、市民自身が自ら

投資する仕組みをソーシャル・インパクト・ボンドのなかに組み込んでいる点である。

地域のなかで資金が実際に循環する構造を形成することは、基盤の在り方を考えるうえでも極めて重要である。大規模な資金の出し手だけでなく、金額としては小規模であっても、市民が投資主体となることで、地域の活動に関心を持つ人々が増え、関係性にも変化が生じる。

このように、新たな関係性を生み出す資金の出し手の在り方についても、重要な視点として位置づけていくべきであると考えている。

4.閉会

(1)クロージング(中村 将人 グローバルアドバイザーパネル企画座長)

- 本日のパネルディスカッションはインスピレーションや実践的な学びとなる実務的な情報に加え、今後の行動やコラボレーション、そしてより良い世界を築くきっかけにつながる多くの示唆を伺うことができた。